

«Արամուսի Ձերմատնային Կոմբինատ» ԲԲԸ

Արժեքի գնահատում

1. Բիզնեսի նկարագիր

«Արամուսի Ձերմատնային Կոմբինատ» ԲԲ ընկերությունը հիմնադրվել է 1995 թվականին: Ընկերություն կազմակերպարավական տեսակով Բաց Բաժնետիրական ընկերություն է, որը թողարկել է ընդհանուր 550 հատ հասարակ անվանական բաժնետոմս, որոնց անվանական արժեքը 5000 ՀՀ դրամ է, իսկ յուրաքանչյուր բաժնետոմսի կողմից տրվող ձայների քանակը 1 է: Ընկերությանը գեներացնում է հասույթ բացառապես հողատարածքների վարձակալության տրամադրման միջոցով, որոնք սեփականության իրավունքով պատկանում են իրեն, ինչը հանդիսանում է դրամական միջոցների ներհոսքի միակ աղբյուրը:

2. Կատարվող աշխտանքի շրջանակը

Գնահատման արդյունքում վերլուծվել են ընկերության 2022 թվականի ֆինանսական հաշվետվությունները, ինչպես նաև շրջանառություն ու գործառնությունները 2023 թվականի մարտի 31-ի դրությամբ: «Կոստ Կոնսալտ» ՍՊ ընկերությունը գնահատել է սեփականության իրավունքով ընկերությանը պատկանող անշարժ գույքի շուկայական արժեքը որպես մեկ ընդհանուր գույք՝ ներկայացնելով բովանդակային հաշվետվություն:

3. Սեփականության նկարագրությունը

3.1. Հասցեն և գտնվելու վայրը

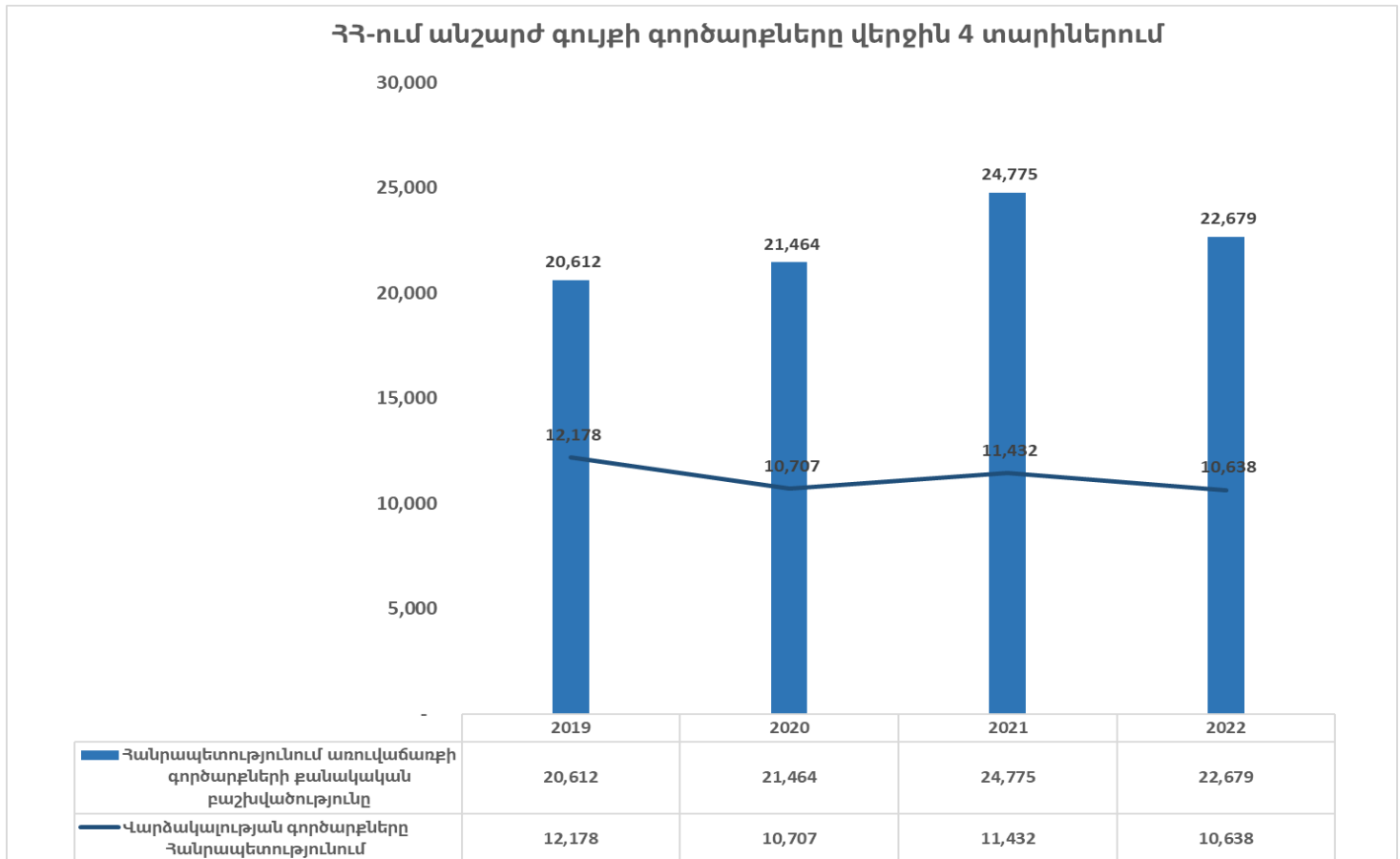
«Արամուսի Ձերմատնային Կոմբինատ» ԲԲ ընկերությանը սեփականության իրավունքով պատկանում է արտադրական նշանակության 2 հողատարածք: Հողամասերը գտնվում Հայաստանի Հանրապետության Կոտայքի մարզի Արամուս համայնքում, համապատասխանաբար Անկախության 1-ին փողոցի 5/5 և 5/1 հասցեներում:

3.2. Հողատարածքի մակերեսը, գոտիավորումը և օգտագործման նպատակը

Հողամասերից 1-ինը զբաղեցնում է 26.23 հա մակերես, իսկ 2-րդը՝ 0.62 հա: Ըստ Հայաստանի Հանրապետության Կադաստրի Կոմիտեի կողմից տրամադրված անշարժ գույքի նկատմամբ իրավունքների պետական գրանցման վկայականների՝ 2 հողամասերի դեպքում էլ հողամասի նպատակային նշանակությունները գրանցված են որպես արդյունաբերական, ընդերքօգտագործման կամ այլ արտադրական նշանակության:

4. Շուկայի վերլուծություն

ՀՀ անշարժ գույքի շուկայում վերջին տարիների ընթացքում գները կանոնավոր աճ են արձանագրում, ինչը հանդիպում է ինչպես առուվաճառքի, այնպես էլ վարձակալական գործարքների պարագայում:

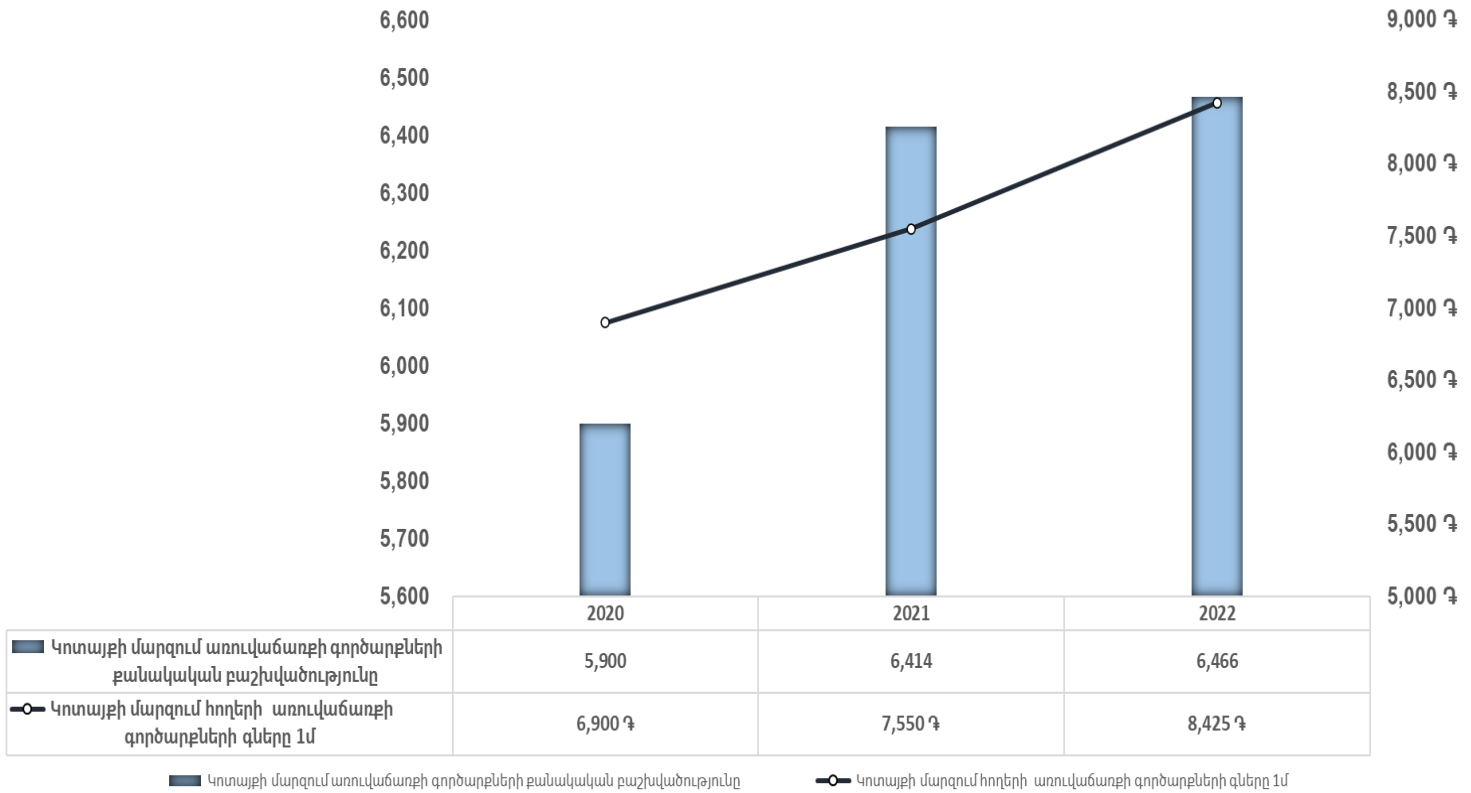


1

Արամուս համայնքը գտնվում է Կոտայքի մարզում, մարզկենտրոնից 42 կմ հեռավորության վրա, ինչը հաշվի առնելով անշարժ գույքի շուկայի վերլուծության համար հիմք է վերցվել Կոտայքի մարզում արձանագրված տվյալների և դրանց փոփոխության դինամիկան:

¹ Աղբյուր՝ ՀՀ Կադաստրի Կոմիտե (<https://www.cadastre.am/analyze>)

Կոտայքի մարզում անշարժ գույքի վաճառքի գործարքները վերջին 3 տարիներին



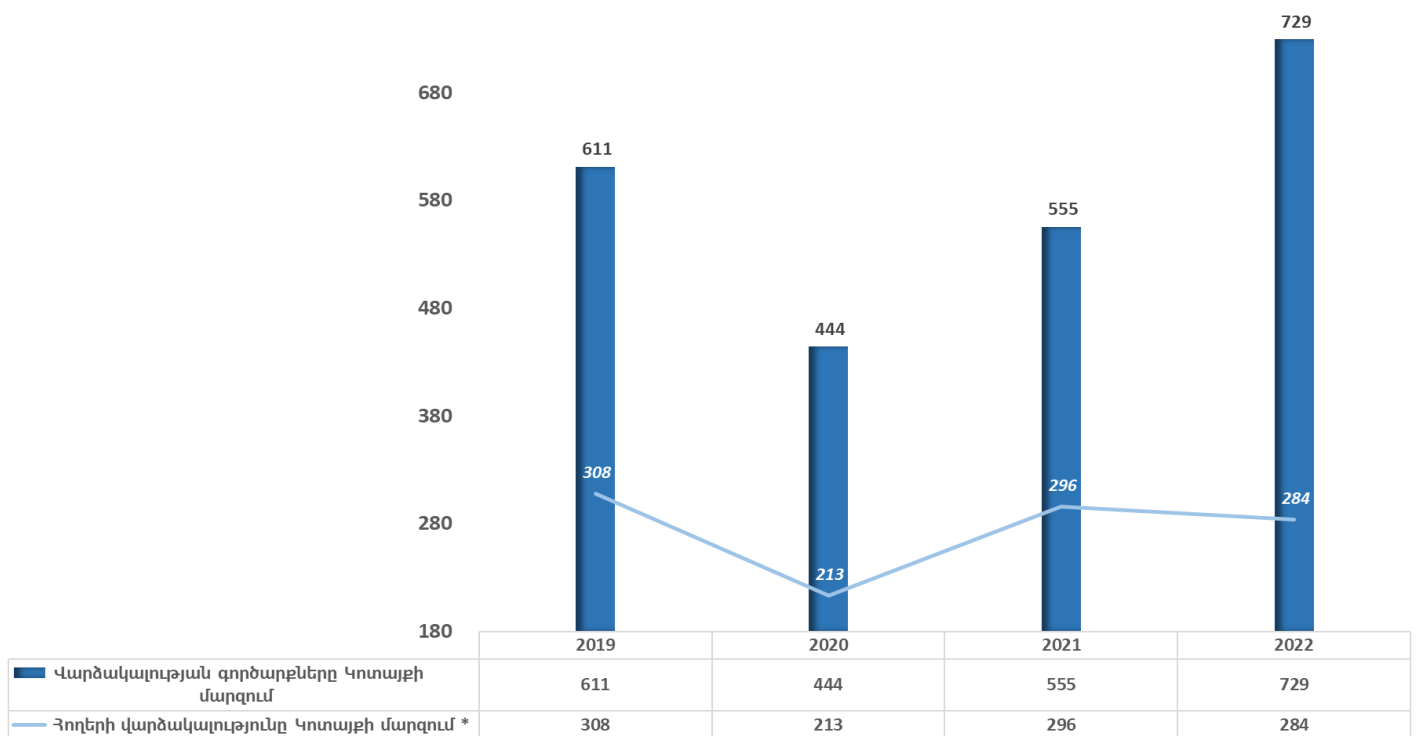
2

Կոտայքի մարզում վաճառված հողերի պայմանագրային միջին գների վերլուծության արդյունքում ստացվում է, որ բնակավայրերի հողերի գները արձանագրել են 11.5% աճ 2022 թվականին, 9.4% աճ 2021 թվականին, իսկ 2020-2022թթ. գների աճի միջին տարեկան տեմպը կազմում է 10.5%:

Հողերի առուվաճառքի գործարքների քանակական բաշխվածության մեջ չեն գրանցվել էական փոփոխություններ՝ 2021 թվականի թվով 6414 գործարքների դիմաց արձանագրելով 6466-ը 2022 թվականին: Վարձակալության գործարքների քանակական բաշխվածությունը վերլուծելու արդյունքում ստացվում է, որ Կոտայքի մարզում անշարժ գույքի նկատմամբ իրականացվել է 729 վարձակալության գործարք, կամ 31.4% ավելի 2021 թվականից, որից 24.1%-ը բաժին է ընկնում հողերի հետ կապված գործարքներին:

² Աղբյուր՝ ՀՀ Կադաստրի Կոմիտե (<https://www.cadastre.am/analyze>), 2019 թվականի հողերի առուվաճառքի գործարքների միջին գների վերաբերյալ տվյալներ հասանելի չեն

Կոտայքի մարզում անշարժ գույքի վարձակալական գործարքները վերջին 4 տարիներում



3

5. Կազմակերպության արժեքի գնահատումը գեղչված դրամական հոսքերի մեթոդով (DCF)

Հաշվի առնելով, որ ընկերությունը գործառնական գործունեությունը, ինչպես նաև դրանից գեներացվող դրամական հոսքերը ստանում է միայն սեփական տարածքի վարձակալությունից, որպես ծախսեր հաշվարկվել են միայն ակտիվի պահպանումից և գործառնական վարձակալությունից ստեղծվող ծախսային տարրերը (անշարժ գույքի հարկ, շրջհարկ):

Dow Jones REIT ինդեքսը դասվում է Dow Jones շուկայական ինդեքսների դասին, որը իրենից ներկայացնում է ԱՄՆ ֆոնդային բորսաներում գրանցված անշարժ գույքի շուկայում աշխատող ընկերությունների ենթաոլորտը արտացոլող ցուցանիշ: Ինդեքսը հաճախ նույնականացվում է անշարժ գույքի շուկայում կատարված ներդրումների արդյունավետության գնահատման ելակետային ցուցանիշի հետ: Այն օգտագործվել է

³ Աղբյուր՝ ՀՀ Կադաստրի Կոմիտե (<https://www.cadastre.am/analyze>), հաշվարկվել է՝ հիմք ընդունելով մարզերում հողերի վարձակալության գործարքների համամասնությունը գրանցված ընդհանուր վարձակալության գործարքներում

կազմակերպության արժեքի գնահատման ժամանակ, մասնավորապես սեփական կապիտալի ծախսի հաշվարկման ժամանակ՝ որպես շուկայական ինդիկատոր:

As of May 08, 2023
1476.30

6.96%
3 YR return
Annualized

PERFORMANCE

USD

TOTAL RETURN

Dow Jones U.S. Real Estate Index



4

Կազմակերպության սեփական կապիտալի կանխատեսվող ծախսը կազմում է 16.28%: Հաշվարկի համար հիմք են ընդունվել REIT վերջին 3 տարվա միջին եկամտաբերությունն ու beta⁵ ռիսկի գործոնը, ԱՄՆ 10 տարեկան պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքը՝ որպես ռիսկ չպարունակող դրույքաչափ (risk free rate), Հայաստանի պետական պարտատոմսերի և եվրոբոնդերի դրույքաչափերը:

⁴ <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/dow-jones-us-real-estate-index/#overview>

⁵ REIT index beta- <https://etfdb.com/index/dow-jones-us-real-estate-index/#dividends&page=1>

Cost of Equity calculation	
REIT 3 YR return %	6.96%
REIT Beta	0.91
Risk free rate (USGG10YR) %	2.27%
ARM Eurobond Rate	6.02%
ARM Bond Rate (10YR)	12.01%
Country risk %	3.75%
Currency risk %	5.99%
Cost of Equity %	16.28%

Կազմակերպության ընդհանուր կապիտալի ծախսի հաշվարկման համար հիմք են ընդունվել կապիտալի կառուցվածքը՝ 31.12.2022 թվականի դրությամբ, սեփական կապիտալի և պարտավորությունների ծախսատարությունը, ինչպես նաև հարկման դրույքը: Քանի որ Կազմակերպությունը ամբողջությամբ ֆինանսավորված է կապիտալով (Ստացված երկարաժամկետ փոխառությունը վերդասակարգվել է որպես սեփական կապիտալի տարր, քանի որ փոխատուն հանդիսանում է 96% մասնակցություն ունեցող բաժնետերը և փոխառության պայմանագրով տոկոսադրույքը սահմանված է 0%), ապա գնահատման համար որպես զեղչման դրույք է ընդունված կապիտալի ծախսը (Cost of Equity)՝ 16.28%:

Կազմակերպության սեփականություն հանդիսացող ամբողջ հողատարածքը ըստ կնքված պայմանագրերի տրված է անժամկետ վարձակալության՝ տարեկան ընդհանուր 21,750,000 ՀՀ դրամով, ինչը հանդիսանում է գործառնական ներհուսքի աղբյուրը: Որպես տվյալ գործունեությունից առաջացող դրամական արտահոսք հաշվարկվել է անշարժ գույքի հարկը և շրջանառության հարկը («Արամուսի Ձերմատնային Կոմբինատ» ԲԲ ընկերությունը աշխատում է հատուկ հարկման համակարգում): Անշարժ գույքի հարկի հաշվարկման համար հիմք է հանդիսացել ՀՀ Կադաստրի Կոմիտեի Էլեկտրոնային ծառայությունների մատուցման հարթակում⁶ հաշվարկված անշարժ գույքի հարկը տվյալ հողատարածքների համար, իսկ շրջանառության հարկի հաշվարկման համար հիմք է հանդիսացել ՀՀ հարկային օրենսգրքով սահմանված դրույքաչափը (Վարձակալական վճար, տոկոս, ռոյալթի, անշարժ գույքի օտարումից ստացվող եկամուտներ-10%):

⁶ <https://www.e-cadastre.am/ratedEstate>

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ներհոսք	1,200,000	2,203,333	8,213,333	21,750,000	22,707,000	23,660,694
Եկամուտ վարձակալությունից	1,200,000	2,203,333	8,213,333	21,750,000	22,707,000	23,660,694
Արտահոսք	(262,910)	(1,233,027)	(2,510,896)	(3,003,902)	(3,506,948)	(4,216,890)
Գույքահարկ և Հողի հարկ	(142,910)	(1,012,694)	(1,689,563)	(828,902)	(1,236,248)	(1,850,820)
Շրջհարկ ⁷	(120,000)	(220,333)	(821,333)	(2,175,000)	(2,270,700)	(2,366,069)
Զուտ հոսքեր	937,090	970,306	5,702,437	18,746,098	19,200,052	19,443,804
Աճի տեմպ / տարեկան				4.60%	4.40%	4.20%

Հիմք վերցնելով ՀՀ Կենտրոնական բանկի հրապարակված 2022 թվականի 4րդ եռամսյակի գնաճի հաշվետվությունը⁸, 2024-2025թթ. համար աճի տեմպի հաշվարկման ցուցիչ հաշվարկվել է նույն ժամանակահատվածի ծրագրային իրական ՀՆԱ-ի աճի տեմպը, իսկ 2026 թվականից սկսած՝ որպես աճի տեմպ հաշվարկվել է 1.5%:

Indicator	Value AMD
Terminal value	133,528,903
Cost of Equity	16.28%
PV of Terminal value	84,930,003
PV of FCF	42,688,756
Company value	127,618,759

Ըստ զեղչված դրամական հոսքերի մեթոդի արժեքը կազմում է 127,618,759 ՀՀ դրամ:

Հաշվի առնելով, որ ըստ «Կոստ Կոնսալտ» ՍՊ ընկերության տրամադրած գնահատման հաշվետվության, ընկերությանը սեփականության իրավունքով պատկանող հողատարածքի շուկայական արժեքը էապես գերազանցում է զեղչված դրամական

⁷ <https://www.petekamutner.am/Content.aspx?itn=tsTITurnoverTax>

⁸ <https://cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Monetary%20overview-IV-2022.pdf>

հոսքերի մեթոդով հաշվարկված՝ հողի օգտագործումից ստացվող հոսքերի ներկա արժեքին (այսինքն չի օգտագործվում ակտիվի պոտենցիալի էական մասը), ապա անհրաժեշտ է «Արամուսի Ջերմատնային Կոմբինատ» ԲԲ ընկերության արժեք հիմք ընդունել Կոստ Կոնսալտ» ՍՊ ընկերության գնահատած «Արամուսի Ջերմատնային Կոմբինատ» ԲԲ ընկերությանը պատկանող հողի շուկայական արժեքը՝ 1,050,000,000 ՀՀ դրամ (գնահատման հաշվետվությունը կցվում է՝ Հավելված 1):

Parwanyan
CONSULTING

Փարվանյան Էռնսալթինգ ՍՊԸ

Գլխավոր տնօրեն՝

Միհր Փարվանյան

Հեղինակ՝

Լարեկ Թամազյան

